

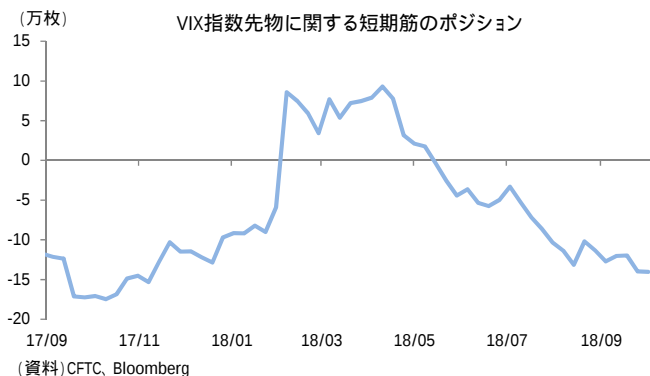
みずほマーケット・トピック(2018 年 10 月 11 日)

NY ダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～

昨日の金融市場では NY ダウ平均が前日比 ▲831 ドルと今年 2 月の VIX ショック以来の下げ幅を記録。ドル/円相場は先週 5 日までの 2 週間で積み上げてきた上昇分をその後の 1 週間で吐き出した格好に。理由は判然としないという解説が目立つが、そもそも米中貿易摩擦、FRB の中立金利超えシナリオへの移行、新興国からの資本流出など株売り材料が満載であるにも拘らず株価も金利も上がってきたこれまでの状況が不可思議だったというのが筆者の基本認識。調整は起こるべくして起きたと考えるべき。2 月の VIX ショック時と現在の相違点は 米中貿易摩擦が「脅迫」ではなく「実行」のステージに入っていること、FRB の金融政策に関し「中立金利超え」シナリオが浮上していること、ブレグジットがどうやら交渉期限に間に合いそうに無いことの 3 つ。これに加えトランプ大統領が金融政策に関心を強めているという違いにも注目したい。

～起こるべくして起きた調整～

昨日の金融市場では NY ダウ平均が前日比 ▲831 ドルと今年 2 月の VIX ショック以来の下げ幅を記録し、リスク資産全般が値を下げた。9 月 18 日以降、ドル/円相場は 112 円を突破し一方的に上昇してきたが、先週 5 日までの 2 週間で積み上げてきた上昇分をその後の 1 週間で吐き出した格好である。理由は判然としないという解説が目立つ。だが、そもそも米中貿易摩擦、FRB の中立金利超えシナリオへの移行、新興国からの資本流出、イタリア政局不安、ブレグジットの混迷など株売り材料が満載であるにも拘らず株価も金利も上がってきたこれまでの状況が不可思議だったというのが筆者の基本認識である。調整は起こるべくして起きたのであり、本欄でも VIX 指数先物ポジション(図)が VIX ショック前夜の水準まで積み上がっていたことに警戒を示したばかりであった。



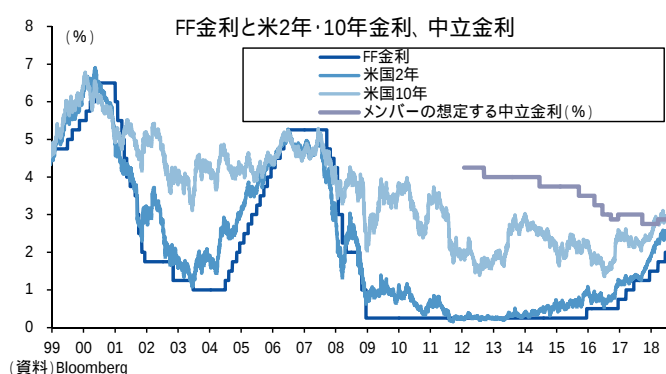
～VIX ショック時との相違点～

米株が本格的に崩れ始めた場合、逆資産効果を通じて米経済の 6 割を占める個人消費への影響は必至である。2 月にも同様のシナリオが懸念されたが、幸い大事には至らなかった。2 月と現在の最大の相違点は 米中貿易摩擦が「脅迫」ではなく「実行」のステージに入っていること、FRB の金融政策に関し「中立金利超え」シナリオが浮上していること、ブレグジットがどうやら交渉期限(10 月 18 日)に間に合いそうに無いことの 3 つと考えられる。米株の調整という意味で看過出来ないのはとりわけ と だろう。2 月の VIX ショックの段階では知的財産権侵害を理由とした通商法

301 条に基づく措置(既に 500 億ドル 25%、2000 億ドル 10%で実施済み)はおろか、通商法 232 条に基づく鉄鋼・アルミニウムへの追加関税という案も出ていなかった。2 月から 8 か月間で矢継ぎ早に制裁措置が連発され、しかも口先だけの「脅迫」ではなく「実行」に至っているという点は明確な変化である。その間に IMF を筆頭とする国際機関、中央銀行がリスク要因としてこれを口にする¹⁾ことも明らかに増え、各種試算も示された。にもかかわらず金利は上がり続けたし、株はこれを意に介する様子もなかった。対中輸入の半分に追加関税が課されているのに「何の影響も無い」と想定すること自体が無理筋なのだが、不透明感が大き過ぎるせいなのか適切に織り込まれてこなかった経緯がある。FRB や ECB が淡々と引き締め路線を歩んでいることが市場に自信を与えているのだろうか。だとすると、中央銀行の能力を過信し過ぎであり、やはり株価調整は必至だった。

～「中立金利超え」シナリオが正しいかどうかはまだ分からない～

また、過去 1 か月の金融市場で支持され始めているのが「FRB は中立金利水準を超えて利上げを続ける」というシナリオであり、これも 2 月にはなかった要素だ。実際、パウエル FRB 議長も口にして²⁾いるため信憑性を帯びている。このシナリオが勢いを得た結果が米 10 年金利の 3.2% 超え、ドル/円相場の 114 円超えであった。これまでイーールドカーブのフラット化や逆イーールド



化が不況の予兆と言われながらも大きな懸念に繋がってこなかった背景には、長期にわたって続いてきた金融緩和がタームプレミアムの消滅を招いているため「少々の利上げでも短期金利が長期金利に追いつきやすくなっている」という解説があった(イエレン元 FRB 議長もこの説を口にしていた)。最近になってカーブのフラット化傾向が止まり、勾配が出始めているのは「FRB の利上げが中立金利を超えてまだ続きそう」というシナリオに支持が集まり、タームプレミアムが復活しつつあるからだ³⁾と理解される。歴史的に「利上げの終点」は 10 年金利の終点でもあったという経験則に基づけば(図)、中立金利を「利上げの終点」と考えていれば、自ずと 10 年金利が 3% を大きく超えることも無いと思われていた。しかし、中立金利と目された 3% はもはや天井ではないと FRB から情報発信されている以上、10 年金利が浮揚するのは必然の帰結でもある。

しかし、上記のような解釈は筋こそ通っているが、そもそも「中立金利超え」の利上げが米国ひいては世界経済にとって適切なのかは別問題だ。少なくとも FRB の引き締め路線は新興国の金融当局を防戦一方に追いやっており連続的な利上げを強いている。米国が耐えられても新興国は既に耐えられていない状況と言える。また、昨日の本欄でも懸念を示した通り、9 月末からの金利・為替動向は「FRB がそう言うからそうなった」という側面が大きいように思われ、米国の実体経済状況を映じていない恐れがあった。本来は経済・金融情勢を受けて市場が政策金利の相場観を形成し、それを中央銀行が共有しているのが理想である。現状のように恐らくは糊代論の下で利上げを続け尚且つそれを市場が妄信している状況では今回のような大幅な調整が急に生じやすいと思われる。株価の動揺が続けば、今一度「中立金利超え」シナリオの妥当性が問われてくるはずだ。

～「大統領 vs. FRB」という構図も2月にはなかった～

今年2月のVIXショック時との違いは上記のような論点が主だろうが、もう1つ、政治的に気になる変化もある。それはトランプ米大統領と金融政策の関係である。今年2月時点でトランプ大統領は金融政策に一切の関心を示してこなかったが、7月以降は矢継ぎ早に利上げへの批判を繰り返している。昨日も「安全は十分に確保され、余裕は大いにあると主張できるだろうが、私は連邦準備制度(FRB)が常軌を逸したと思う」と記者団に述べている。細かな経済・金融情勢をフォローしていないトランプ大統領であっても株価の下落が継続的かつまとまった幅で起きれば、自身の金融政策への批判が正しかったことを一段と喧伝してくる可能性が高い。大統領が議長ないし理事を任期途中で解任することはできないものの、様々な形で政治的圧力をかけ辞任に至らしめる可能性は否めない展開ではある。このままトランプ政権とFRBの政策姿勢に覆い切れないほどの溝が深まっていくなれば、可能性の低いリスクシナリオの1つとしては考慮すべきなのかもしれない。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～ 緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～ 求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～ 今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～ 昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～ 見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～ オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～ 言うは易し…だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～ 機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ 再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ ユンケル発言について～
2018年9月12日	続「リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～ 第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～ 皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～ 警戒せよ新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～ BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～ 高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～ 色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～ もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安を支えるユーロ堅調～ 元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～ 市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～ 肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～ いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～ いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ 金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～ 「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～ 金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～ 一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～ 米国のクレジットブレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～ 見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～ 論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～ 欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～ 「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～ 債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～ 「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～ 予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～ 再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～ EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～ 米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～ 分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ 「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～ 「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～ 市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～ テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～ 成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～ 世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～ イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～ このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～ イタリア発スペイン経由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～ 安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～ 論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～ 金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～ 仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～ 家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について